

铜板块盈利亮眼，价格下滑拖累钴产品业绩

2024 年 05 月 06 日

事件：公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报。
1) 2023 年：2023 年公司实现营收 55.4 亿元，同比+15.5%，归母净利润 3.8 亿元，同比+37.7%，扣非归母净利 3.7 亿元，同比+50.6%；
2) 2023Q4：实现营收 15.7 亿元，同比+37.2%，环比+3.4%，归母净利 1.4 亿元，同比扭亏为盈，环比-14.4%，扣非归母净利 1.3 亿元，同比扭亏为盈，环比-18.9%；
3) 分红：2023 年度公司拟每 10 股派发现金红利 15.0 元 (含税)，现金分红总额 4.4 亿元，分红率约 115.8%；
4) 2024Q1：实现营收 15.2 亿元，同比+38.9%，环比-3.6%，归母净利 1.4 亿元，同比+1700.0%，环比+5.1%，扣非归母净利 1.4 亿元，同比+2331.0%，环比+9.3%，业绩持续改善。

铜产品表现亮眼，钴产品营收、毛利占比下滑。2023 年铜产品实现营收 28.1 亿元，同比+70.4%，营收占比提升至 50.6%，钴产品实现营收 25.1 亿元，同比-15.6%，营收占比降至 45.2%，主要由于钴价下跌；2023 年镍、锂产品开始实现销售，分别实现营收 0.5、0.1 亿元；
毛利方面，2023 年铜产品实现毛利 8.6 亿元，同比+124.6%，毛利占比提升至 82.2%，毛利率增加 7.4pct 至 30.6%，钴产品实现毛利 0.9 亿元，同比-87.1%，毛利占比降至 8.4%，毛利率下降 19.5pct 至 3.5%，2023 年镍、锂产品毛利率分别为 5.7%、51.9%。

铜产品量利齐升，钴产品受价格下滑拖累，镍、锂产品实现首次销售。
1) 铜：2023 年产销 5.0、4.9 万吨，同比+78.0%、+70.8%，主要由于新增产能释放，铜单吨毛利升至 1.7 万元，盈利能力明显提升；
2) 钴：公司钴产品主要为氯化钴、硫酸钴，2023 年钴产品产销均 1.6 万金属吨，同比 60.7%、68.1%，但由于钴价下跌，拖累业绩贡献；
3) 镍&锂：2023 年公司 1.5 万吨电池废料综合回收、5000 吨碳酸锂产能投产，硫酸镍、碳酸锂实现首次销售，镍产品产销 473、443 金属吨，锂产品产销 31、16 金属吨。

未来看点：产能持续扩张，布局二次资源打造产业闭环。
1) 刚果 (金)：公司已具备 5 万吨铜、1 万吨钴中间品产能，三、四期项目投产后，铜产能提升至 6 万吨；
2) 腾远本部：已形成 2.0 万金属吨钴、1.0 万金属吨镍、1.5 万吨电池废料回收、0.5 万吨碳酸锂产能，远期规划 4.6 万金属吨钴、6.0 万金属吨镍、2.5 万金属吨锰、2.0 万吨碳酸锂产能；
3) 赣州腾驰：2 万吨三元前驱体及 0.5 万吨四氧化三钴产能试生产，远期规划 12 万吨前驱体及 2 万吨四氧化三钴产能。

投资建议：公司铜钴镍镍扩产项目持续推进，产能弹性较大，铜价长期向好，盈利能力有望维持，钴价已跌至历史低位，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 7.0/9.7/12.3 亿元，对应 2024 年 4 月 30 日收盘价的 PE 分别为 20/14/11 倍，维持“谨慎推荐”评级。

风险提示：产能释放不及预期风险，需求不及预期风险，海外经营风险。

盈利预测与财务指标

| 项目/年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------|-------|-------|-------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 5,543 | 7,170 | 9,199 | 11,214 |
| 增长率 (%) | 15.5 | 29.3 | 28.3 | 21.9 |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 378 | 698 | 971 | 1,231 |
| 增长率 (%) | 37.7 | 84.7 | 39.1 | 26.7 |
| 每股收益 (元) | 1.28 | 2.37 | 3.30 | 4.18 |
| PE | 36 | 20 | 14 | 11 |
| PB | 1.6 | 1.5 | 1.4 | 1.3 |

资料来源：ifind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2024 年 4 月 30 日收盘价)

谨慎推荐

维持评级

当前价格：

46.26 元


分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

研究助理 南雪源

执业证书：S0100123070035

邮箱：nanxueyuan@mszq.com

目录

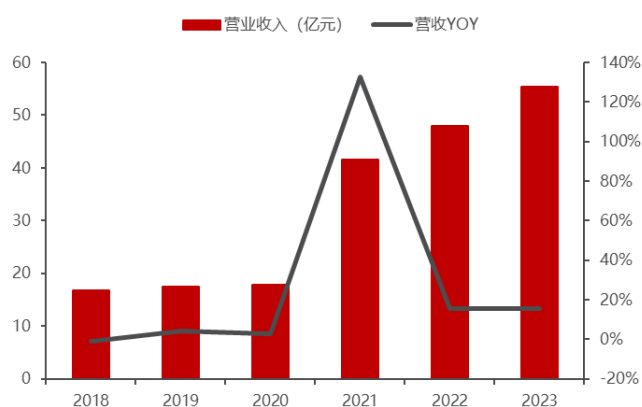
| | |
|------------------------------------|----|
| 1 事件：公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报..... | 3 |
| 2 经营分析：铜量利齐升，价格下滑拖累钴产品业绩..... | 4 |
| 3 未来看点：产能持续扩张，布局二次资源打造产业闭环..... | 7 |
| 4 投资建议..... | 9 |
| 5 风险提示..... | 10 |
| 插图目录..... | 12 |
| 表格目录..... | 12 |

1 事件：公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报

公司发布 2023 年年报。 1) **业绩**：2023 年公司实现营收 55.4 亿元，同比+15.5%，归母净利润 3.8 亿元，同比+37.7%，扣非归母净利 3.7 亿元，同比+50.6%。**单季度看**，23Q4 实现营收 15.7 亿元，同比+37.2%，环比+3.4%，归母净利 1.4 亿元，同比扭亏为盈，环比-14.4%，扣非归母净利 1.3 亿元，同比扭亏为盈，环比-18.9%； 2) **分红**：2023 年度公司拟每 10 股派发现金红利 15.0 元（含税），现金分红总额 4.4 亿元，分红率约 115.8%。 3) **减值**：2023 年计提存货减值 1.4 亿元，主要由于价格下跌，对钴、锂产品计提减值。

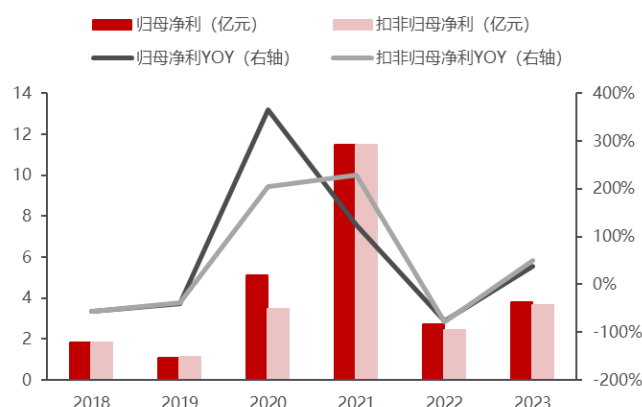
公司发布 2024 年一季报。 24Q1 公司实现营收 15.2 亿元，同比+38.9%，环比-3.6%，归母净利 1.4 亿元，同比+1700.0%，环比+5.1%，扣非归母净利 1.4 亿元，同比+2331.0%，环比+9.3%，业绩持续改善。

图1：2023 年公司营收同比+15.5%



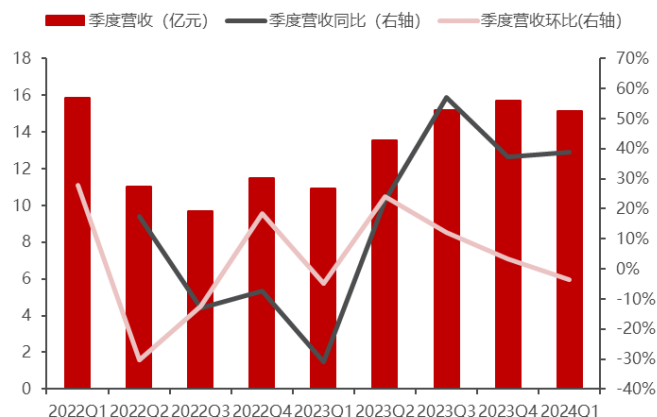
资料来源：ifind，民生证券研究院

图2：2023 年公司归母净利润同比+37.7%



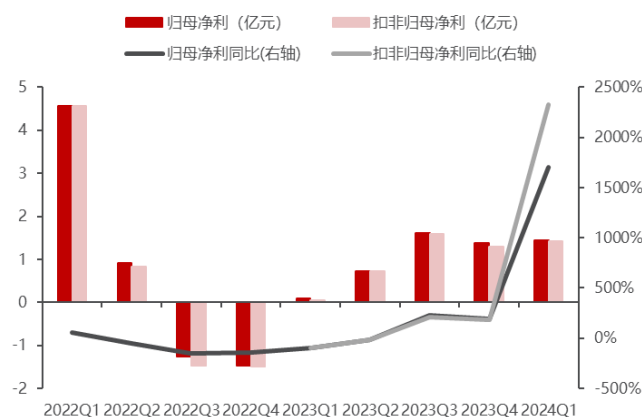
资料来源：ifind，民生证券研究院

图3：2024Q1 公司营收同比+38.9%



资料来源：ifind，民生证券研究院

图4：2024Q1 公司归母净利润同比+1700.0%

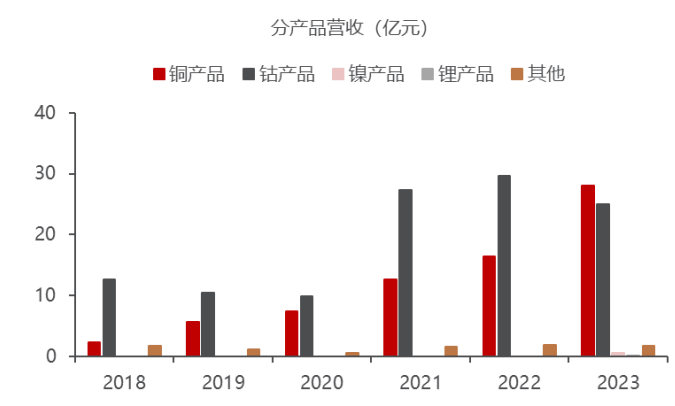


资料来源：ifind，民生证券研究院

2 经营分析: 铜量利齐升, 价格下滑拖累钴产品业绩

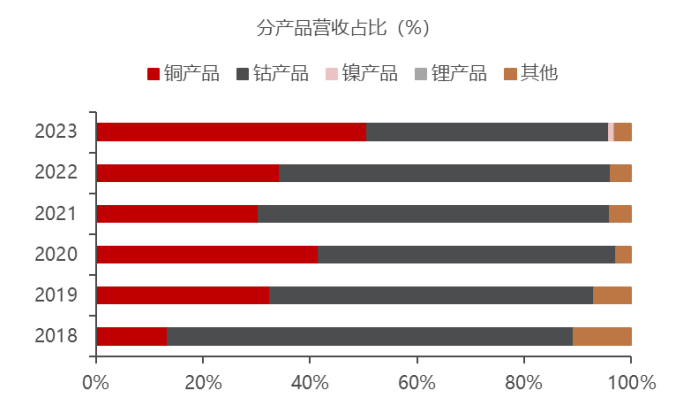
营收毛利来看: 铜产品表现亮眼, 钴产品营收、毛利占比下滑, 镍、锂产品实现首次销售。2023 年铜产品量利齐升, 实现营收 28.1 亿元, 同比+70.4%, 营收占比提升至 50.6%, 钴产品实现营收 25.1 亿元, 同比-15.6%, 营收占比降至 45.2%, 主要由于钴价下跌; 2023 年镍、锂产品开始实现销售, 分别实现营收 0.5、0.1 亿元; 毛利方面, 2023 年铜产品实现毛利 8.6 亿元, 同比+124.6%, 毛利占比提升至 82.2%, 毛利率增加 7.4pct 至 30.6%, 钴产品实现毛利 0.9 亿元, 同比-87.1%, 毛利占比降至 8.4%, 毛利率下降 19.5pct 至 3.5%, 2023 年镍、锂产品毛利率分别为 5.7%、51.9%。

图5: 2023 年铜产品营收同比+70.4%



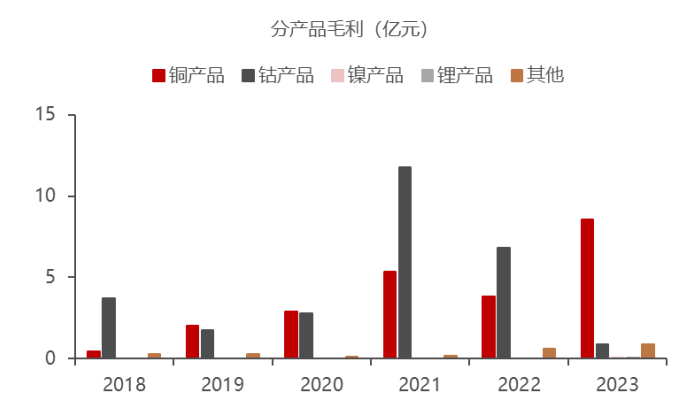
资料来源: ifind, 民生证券研究院

图6: 2023 年铜营收占比提升至 50.6%



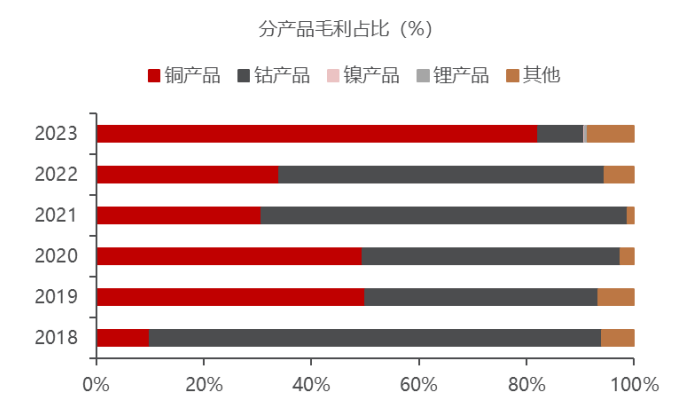
资料来源: ifind, 民生证券研究院

图7: 2023 年铜产品毛利同比+124.6%



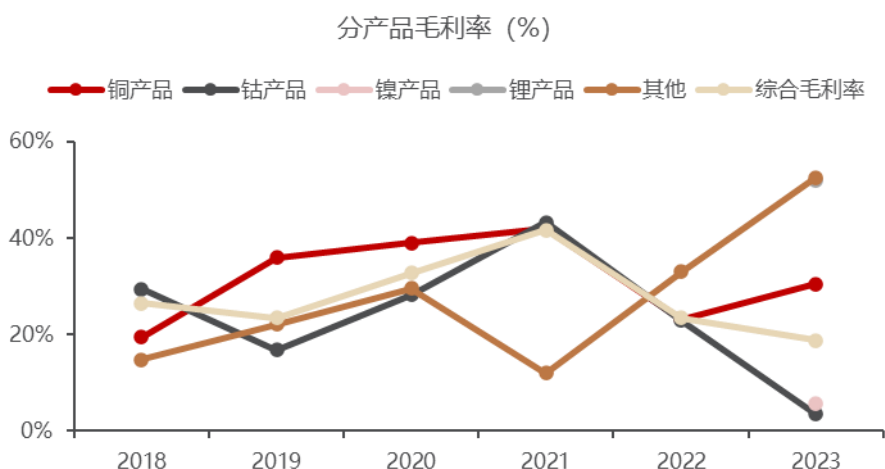
资料来源: ifind, 民生证券研究院

图8: 2023 年铜毛利占比提升至 82.2%



资料来源: ifind, 民生证券研究院

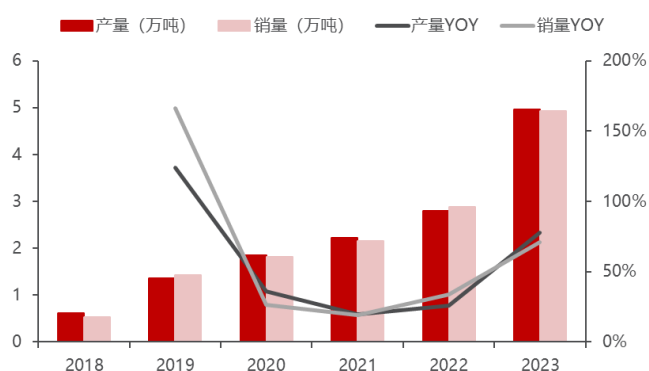
图9：2023年铜产品毛利率提升7.4pct至30.6%



资料来源: ifind, 民生证券研究院

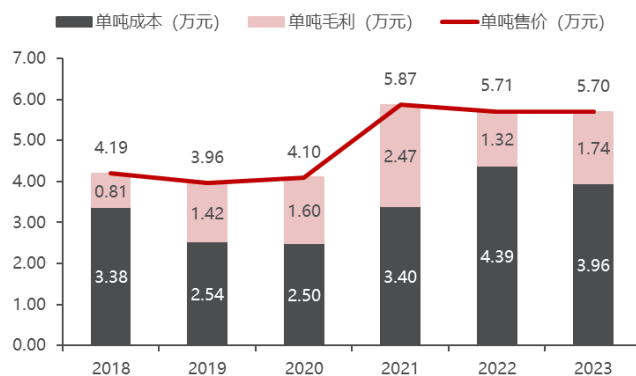
铜量利齐升，价格下滑拖累钴产品业绩。 1) **铜**：2023年产销5.0、4.9万吨，同比+78.0%、+70.8%，主要由于新增产能释放，铜单吨毛利升至1.7万元，盈利能力明显提升；2) **钴**：公司钴产品主要为氯化钴、硫酸钴，2023年钴产品产销均1.6万金属吨，同比60.7%、68.1%，但由于钴价下跌，拖累业绩贡献；3) **镍&锂**：2023年公司1.5万吨电池废料综合回收、5000吨碳酸锂产能投产，硫酸镍、碳酸锂实现首次销售，2023年镍产品产销473、443金属吨，锂产品产销31、16金属吨。

图10：2023年铜销量同比+70.8%



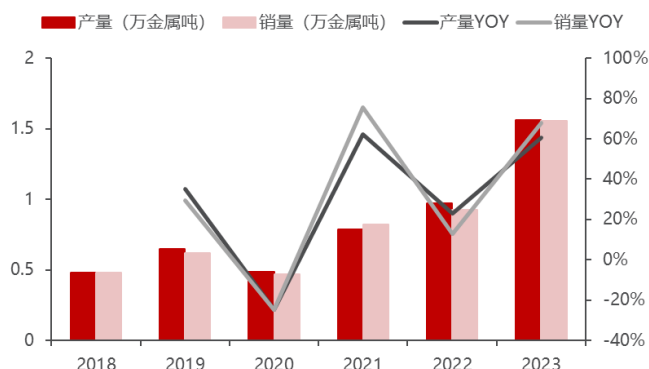
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图11：2023年铜单吨毛利提升至1.74万元



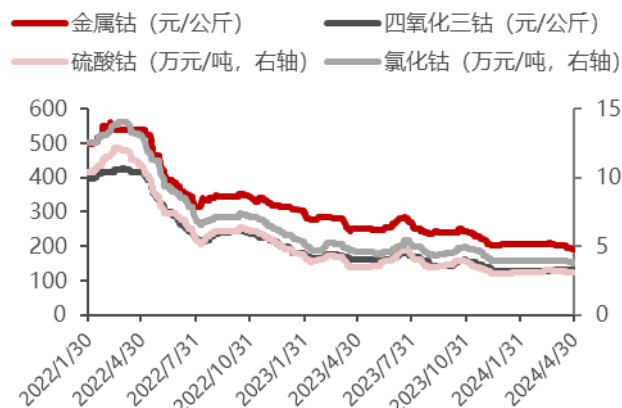
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图12: 2023 年钴产品销量同比+68.1%



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

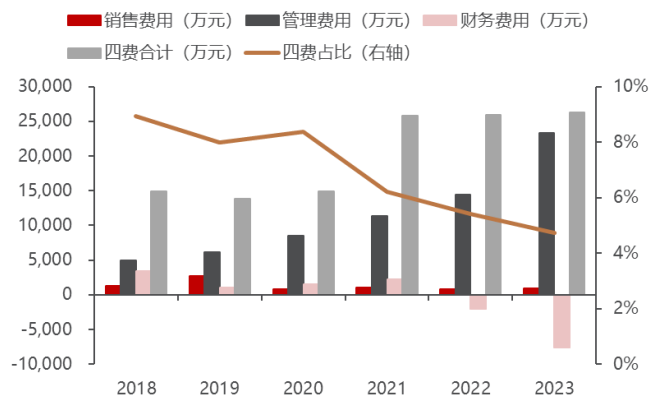
图13: 2023 年钴价同比下滑



资料来源: 亚洲金属网, 民生证券研究院

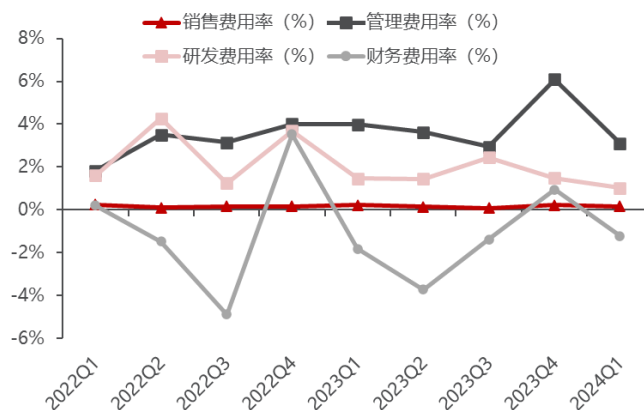
财务费用为负，管理费用有所增长。2023 年公司四费合计 2.6 亿元，同比+1.2%，其中销售费用 0.09 亿元，同比+7.1%，管理费用 2.3 亿元，同比+63.1%，研发费用 1.0 亿元，同比-24.1%，财务费用-0.8 亿元，同比-281.9%，主要由于汇兑收益增加以及利息支出减少。费用率方面，2024Q1 销售/管理/研发/财务费用率为 0.2%/3.1%/1.0%/-1.2%，保持低位。截止 24Q1 末，公司资产负债率为 15.0%，负债压力较小。

图14: 财务、管理费用减少带动公司期间费用快速下降

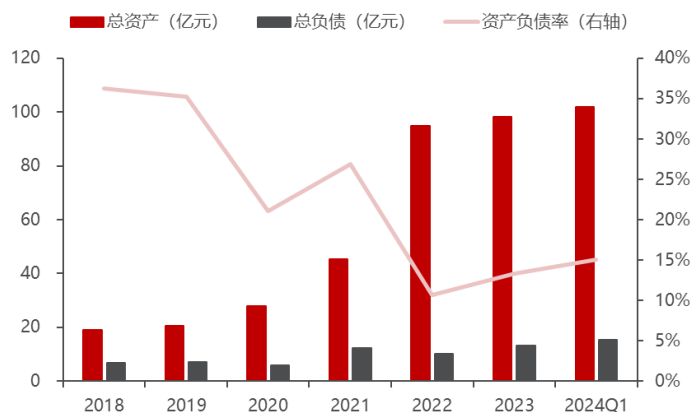


资料来源: ifind, 民生证券研究院

图15: 公司费用率保持低位



资料来源: ifind, 民生证券研究院

图16: 截至 24Q1 末公司资产负债率为 15.0%


资料来源: ifind, 民生证券研究院

3 未来看点: 产能持续扩张, 布局二次资源打造产业闭环

海内外两个生产基地扩产并举, 布局自然资源和二次资源, 打造一体化协同产业链。海外, 公司积极布局刚果(金)钴、铜原料端, 投建刚果(金)钴铜湿法冶炼工厂, 由刚果腾远负责。国内, 腾远本部主要产品为钴盐与部分电积铜, 赣州腾驰则负责三元前驱体和四氧化三钴生产。

- **刚果腾远:** 截至 2023 年底已具备年产 5 万吨铜、1 万吨钴中间品产能。刚果(金)三、四期项目建设中, 四期建设完成后, 将形成 1 万吨钴、6 万吨铜、20 万吨硫酸、1.65 万吨液体二氧化硫、4.5 万吨硫化碱及 21MW/H 发电的规模。
- **腾远本部:** 远期规划 4.6 万金属吨钴、6.0 万金属吨镍、2.5 万金属吨锰、2.0 万吨碳酸锂产能。截至 2023 年底, 年产 2 万吨钴、1 万吨镍金属量系列产品异地智能化技术改造升级及原辅材料配套生产项目扩能及完善相关配套建设项目中 13500 金属吨钴部分、10000 金属吨镍部分、15000 吨电池废料综合回收部分、5000 吨碳酸锂部分已投产, 钴盐产能提升至 2 万金属吨。
- **赣州腾驰:** 远期规划 12 万吨前驱体及 2 万吨四氧化三钴产能。一期 4 万吨三元前驱体及 1 万吨四氧化三钴项目已于 2022 年 12 月开工建设, 截至 2023 年底, 一阶段 2 万吨三元前驱体及 0.5 万吨四氧化三钴已进入试生产阶段。

表1：公司重要在建工程项目

| 项目名称 | 预算数 (亿元) | 期初余额 (亿元) | 本期增加金额 (亿元) | 工程累计投入占预算比例 | 工程进度 |
|-------------------|----------|-----------|-------------|-------------|--------|
| 刚果 (金) 厂房及配套项目-三期 | 3.73 | 0.86 | 0.91 | 88.68% | 88.68% |
| 刚果 (金) 厂房及配套项目-四期 | 6.41 | 0.14 | 3.48 | 56.62% | 56.62% |
| 赣州腾远本部新厂区项目 (二期) | 10.04 | 1.78 | 2.93 | 86.53% | 86.53% |
| 腾驰前驱体项目 (一期) | 12.40 | 0.05 | 6.00 | 48.83% | 48.83% |
| 合计 | 32.59 | 2.83 | 13.33 | -- | -- |

资料来源：公司公告，民生证券研究院

4 投资建议

公司铜钴锂镍扩产项目持续推进，产能弹性较大，铜价长期向好，盈利能力有望维持，钴价已跌至历史低位，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 7.0/9.7/12.3 亿元，对应 2024 年 4 月 30 日收盘价的 PE 分别为 20/14/11 倍，维持“谨慎推荐”评级。

5 风险提示

产能释放不及预期。公司在建的赣州腾远本部新厂区项目、刚果（金）厂房及配套项目如果建设进展不及预期，将影响公司钴、铜产品产能的释放，从而影响公司业绩。

需求不及预期。若未来三元材料电池的市场需求度、普及度低于预期，亦会对公司的经营业绩产生不利影响。

海外经营风险。公司在刚果（金）设立了子公司，但刚果（金）当地政治、社会局势不甚稳定，经济社会发展较为落后，公司面临着境外经营风险。

公司财务报表数据预测汇总

| 利润表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|-------|-------|-------|--------|
| 营业总收入 | 5,543 | 7,170 | 9,199 | 11,214 |
| 营业成本 | 4,500 | 5,785 | 7,294 | 8,808 |
| 营业税金及附加 | 142 | 179 | 230 | 280 |
| 销售费用 | 9 | 11 | 14 | 17 |
| 管理费用 | 233 | 287 | 368 | 449 |
| 研发费用 | 96 | 122 | 156 | 191 |
| EBIT | 395 | 788 | 1,152 | 1,486 |
| 财务费用 | -76 | -84 | -59 | -46 |
| 资产减值损失 | -139 | -13 | -16 | -19 |
| 投资收益 | -6 | -7 | -9 | -11 |
| 营业利润 | 466 | 851 | 1,185 | 1,501 |
| 营业外收支 | -4 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 462 | 851 | 1,185 | 1,501 |
| 所得税 | 84 | 153 | 213 | 270 |
| 净利润 | 378 | 698 | 971 | 1,231 |
| 归属于母公司净利润 | 378 | 698 | 971 | 1,231 |
| EBITDA | 571 | 974 | 1,370 | 1,746 |

| 资产负债表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|-------|--------|--------|--------|
| 货币资金 | 3,760 | 2,921 | 2,214 | 1,723 |
| 应收账款及票据 | 266 | 321 | 424 | 517 |
| 预付款项 | 68 | 58 | 73 | 88 |
| 存货 | 1,968 | 2,523 | 3,181 | 3,842 |
| 其他流动资产 | 327 | 453 | 594 | 713 |
| 流动资产合计 | 6,389 | 6,277 | 6,486 | 6,883 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 2,209 | 2,399 | 2,784 | 3,161 |
| 无形资产 | 55 | 55 | 55 | 55 |
| 非流动资产合计 | 3,443 | 4,313 | 5,181 | 6,040 |
| 资产合计 | 9,831 | 10,590 | 11,667 | 12,923 |
| 短期借款 | 99 | 99 | 99 | 99 |
| 应付账款及票据 | 790 | 935 | 1,179 | 1,424 |
| 其他流动负债 | 217 | 270 | 341 | 412 |
| 流动负债合计 | 1,106 | 1,305 | 1,619 | 1,935 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债 | 206 | 220 | 220 | 220 |
| 非流动负债合计 | 206 | 220 | 220 | 220 |
| 负债合计 | 1,312 | 1,524 | 1,839 | 2,155 |
| 股本 | 295 | 295 | 295 | 295 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股东权益合计 | 8,519 | 9,066 | 9,828 | 10,768 |
| 负债和股东权益合计 | 9,831 | 10,590 | 11,667 | 12,923 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

| 主要财务指标 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 成长能力 (%) | | | | |
| 营业收入增长率 | 15.47 | 29.34 | 28.30 | 21.90 |
| EBIT 增长率 | 15.74 | 99.20 | 46.17 | 29.07 |
| 净利润增长率 | 37.74 | 84.68 | 39.13 | 26.72 |
| 盈利能力 (%) | | | | |
| 毛利率 | 18.82 | 19.31 | 20.71 | 21.45 |
| 净利润率 | 6.82 | 9.74 | 10.56 | 10.98 |
| 总资产收益率 ROA | 3.85 | 6.59 | 8.33 | 9.53 |
| 净资产收益率 ROE | 4.44 | 7.70 | 9.88 | 11.43 |
| 偿债能力 | | | | |
| 流动比率 | 5.77 | 4.81 | 4.01 | 3.56 |
| 速动比率 | 3.82 | 2.73 | 1.88 | 1.41 |
| 现金比率 | 3.40 | 2.24 | 1.37 | 0.89 |
| 资产负债率 (%) | 13.35 | 14.39 | 15.77 | 16.68 |
| 经营效率 | | | | |
| 应收账款周转天数 | 17.40 | 16.00 | 16.00 | 16.00 |
| 存货周转天数 | 159.62 | 160.00 | 160.00 | 160.00 |
| 总资产周转率 | 0.57 | 0.70 | 0.83 | 0.91 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 1.28 | 2.37 | 3.30 | 4.18 |
| 每股净资产 | 28.91 | 30.76 | 33.35 | 36.54 |
| 每股经营现金流 | 2.68 | 1.32 | 2.04 | 3.17 |
| 每股股利 | 1.50 | 0.71 | 0.99 | 1.25 |
| 估值分析 | | | | |
| PE | 36 | 20 | 14 | 11 |
| PB | 1.6 | 1.5 | 1.4 | 1.3 |
| EV/EBITDA | 17.82 | 10.44 | 7.43 | 5.83 |
| 股息收益率 (%) | 3.24 | 1.54 | 2.14 | 2.71 |

| 现金流量表 (百万元) | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|-------|--------|--------|--------|
| 净利润 | 378 | 698 | 971 | 1,231 |
| 折旧和摊销 | 175 | 186 | 218 | 260 |
| 营运资金变动 | 70 | -554 | -621 | -596 |
| 经营活动现金流 | 789 | 390 | 602 | 934 |
| 资本开支 | -956 | -1,075 | -1,085 | -1,118 |
| 投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | -963 | -1,071 | -1,095 | -1,129 |
| 股权募资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 债务募资 | -95 | 0 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流 | -498 | -158 | -214 | -296 |
| 现金净流量 | -678 | -839 | -707 | -491 |

插图目录

| | |
|---|---|
| 图 1: 2023 年公司营收同比+15.5%..... | 3 |
| 图 2: 2023 年公司归母净利润同比+37.7% | 3 |
| 图 3: 2024Q1 公司营收同比+38.9% | 3 |
| 图 4: 2024Q1 公司归母净利润同比+1700.0%..... | 3 |
| 图 5: 2023 年铜产品营收同比+70.4%..... | 4 |
| 图 6: 2023 年铜营收占比提升至 50.6% | 4 |
| 图 7: 2023 年铜产品毛利同比+124.6% | 4 |
| 图 8: 2023 年铜毛利占比提升至 82.2% | 4 |
| 图 9: 2023 年铜产品毛利率提升 7.4pct 至 30.6%..... | 5 |
| 图 10: 2023 年铜销量同比+70.8% | 5 |
| 图 11: 2023 年铜单吨毛利提升至 1.74 万元 | 5 |
| 图 12: 2023 年钴产品销量同比+68.1% | 6 |
| 图 13: 2023 年钴价同比下滑 | 6 |
| 图 14: 财务、管理费用减少带动公司期间费用快速下降..... | 6 |
| 图 15: 公司费用率保持低位 | 6 |
| 图 16: 截至 24Q1 末公司资产负债率为 15.0%..... | 7 |

表格目录

| | |
|-----------------------|----|
| 盈利预测与财务指标 | 1 |
| 表 1: 公司重要在建工程项目 | 8 |
| 公司财务报表数据预测汇总..... | 11 |

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

| 投资建议评级标准 | 评级 | 说明 |
|---|------|---------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。 | 推荐 | 相对基准指数涨幅 15%以上 |
| | 谨慎推荐 | 相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间 |
| | 中性 | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间 |
| | 回避 | 相对基准指数跌幅 5%以上 |
| 行业评级 | 推荐 | 相对基准指数涨幅 5%以上 |
| | 中性 | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间 |
| | 回避 | 相对基准指数跌幅 5%以上 |

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026